

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Alejandro González y Alejandro Vera



FEBRERO 8 DE 2010

EDICIÓN 40

CRISIS Y RECUPERACIÓN: ¿HACIA DÓNDE VAN LOS FONDOS DE CAPITAL PRIVADO?

La crisis internacional del período 2007-2008 afectó el sistema financiero a nivel global, dejando cuantiosas pérdidas en diversos portafolios, especialmente los referidos al mercado hipotecario y contagiando gravemente al de la renta variable (las acciones). Afortunadamente, el año 2009 fue de recuperación financiera, donde los principales índices accionarios del mundo desarrollado no sólo corrigieron las pérdidas dejadas por la crisis, sino que inclusive aportaron valor al registrar valorizaciones de más del 50% anual. En el mundo emergente ocurrió algo similar y, de hecho, en los mercados más dinámicos las valorizaciones superaron el 70% anual.

En medio de esa turbulencia, los Fondos de Capital Privado (FCP) salieron de “compras” a nivel mundial, aprovechando desvalorizaciones de distintos activos (lo cual no ocurría en forma tan catastrófica desde hacía tres décadas). Algunos portafolios de los FCP también sufrieron pérdidas y, de hecho, desaparecieron las llamadas “superadquisiciones” (aquellas por valor superior a los US\$3.000 millones) durante todo el período 2007-2009.

Como se recordará, los FCP son carteras especializadas en la adquisición de empresas con el fin de “ponerlas a punto” y obtener grandes retornos. Se trata de adquisiciones altamente apalancadas (*leveraged buyouts*) y, para lograr este objetivo, se necesita contar con administradores del fondo (*general partners*) con experiencia probada y conocimiento específico de cada uno de los negocios en

cuestión. Se trata de realizar una excelente gestión empresarial hacia el mediano plazo, operaciones a 3 y 10 años y, después, vender los activos para “capitalizar” los resultados de esa administración. La dificultad es que los inversionistas (*limited partners*) están usualmente “anclados” a esas inversiones durante un buen tiempo y, en algunas ocasiones, enfrentarán problemas para venderlas. Más aun, si deciden hacerlo antes de tiempo, dada la carencia de mercados secundarios fluidos, las inversiones pueden terminar siendo poco lucrativas.

En esta edición de *Enfoque* haremos un análisis respecto a lo enfrentado por los FCP a nivel global durante los años recientes, extrayendo algunas lecciones para Colombia. En general, éste ha sido un sector que, a pesar de las fuertes restricciones crediticias y de distribución de recursos, todavía mantiene buenos fundamentos. En el caso particular de Colombia, su despegue ha sido exitoso, aunque todavía existen algunos problemas regulatorios.

Evolución de los FCP a nivel global

Tras la crisis de las “punto.com” en 2001, los FCP lograron una gran expansión, la más significativa desde su nacimiento en los inicios de los años ochenta. La laxitud de la política monetaria y la baja aversión al riesgo en el mercado (en ese entonces) estimularon nuevos “menús financieros”, incluyendo las fusiones y adquisiciones empresariales. En paralelo, surgieron las

finanzas “estructuradas”, tipo derivados, opciones o titularizaciones, todos con márgenes intertemporales de difícil valoración y alta complejidad matemática.

Durante 2004-2005 se realizaron importantes transacciones en el mercado. Las “megaadquisiciones” más sonadas fueron las de la compañía cinematográfica MGM o la de la arrendataria de automóviles Hertz, en cada caso superando los US\$3.000 millones. Los múltiplos en esas operaciones estuvieron por encima de las 10-12 veces EBITDA, lo cual exigía también “megadesempeños” operacionales hacia el futuro.

Sin embargo, en el período 2007-2008 estalló la crisis internacional comentada, comprometiendo la capacidad de préstamo del sistema bancario de Estados Unidos al drenar sus indicadores de solvencia. Así, se produjo una grave retracción del crédito (*credit crunch*). Teniendo este complicado telón de fondo, no resulta sorprendente constatar que los FCP, operando con tasas de apalancamiento superiores al 60% del valor de la operación, se vieran afectados al “secarse” la liquidez destinada a este tipo de operaciones (ver gráfico 1).

Asimismo, las desvalorizaciones en el sistema financiero perjudicaron los portafolios de los inversionistas en los FCP, frenando abruptamente los “compromisos de capital” a partir de 2007 (ver gráfico 2). De hecho, los fondos de pensiones, principales inversionistas en esas carteras a nivel global,

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



FEBRERO 8 DE 2010

PÁGINA 2

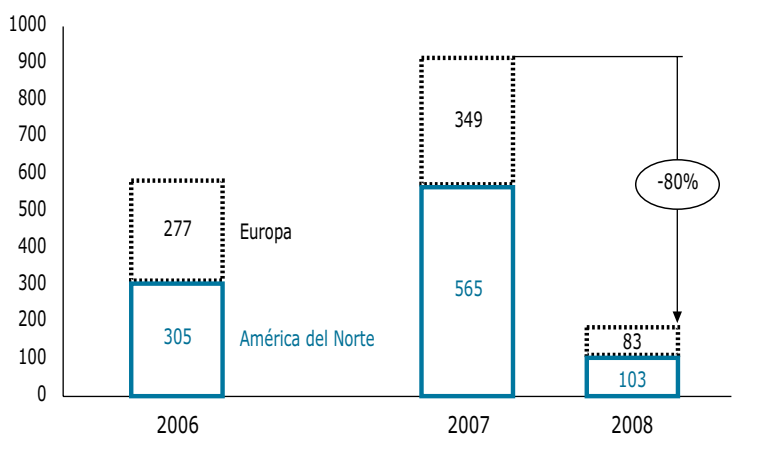
vieron decrecer el valor de sus carteras en cerca de un 18% en 2008. De otra parte, la distribución de recursos se mermó en un 78% durante 2009 como resultado del *credit crunch*.

En suma, las cifras nos señalan un estancamiento del valor de los FCP a nivel global al cierre de 2009. Afortunadamente, las perspectivas macroeconómicas para 2010 lucen algo más promisorias, ahora con una expectativa de rebote a tasas de crecimiento del 3% para Estados Unidos y del 2.4% para la zona euro. Bajo esta perspectiva, pasarán seguramente un par de años antes de recuperar el dinamismo de los FCP, especialmente cuando se avecinan cambios importantes en el marco regulatorio financiero internacional.

Los Fondos de Capital Privado (FCP) en Colombia

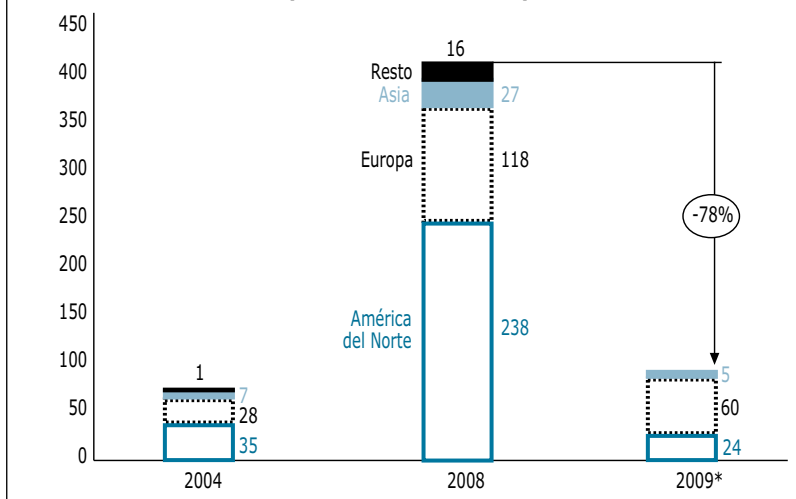
Los FCP en Colombia se venían rigiendo por la Resolución 400 de 1995, pero esta regulación resultaba inadecuada frente a las características particulares de este tipo de carteras. Por

Gráfico 1. Fondos de capital privado: Créditos sindicados para adquisición (US\$ miles de millones)



Fuente: The McKinsey Institute.

Gráfico 2. Fondos de capital privado: Recursos disponibles para adquisiciones (US\$ miles de millones)



* Proyectado.
Fuente: The McKinsey Institute.

ello se hizo indispensable migrar hacia un marco más moderno a través del Decreto 2175 de 2007. Esta norma logró dar un enfoque más uniforme y una regulación más ágil, volviendo los portafolios de los FCP más atractivos para los inversionistas institucionales establecidos en Colombia.

Gracias a la mayor demanda por este tipo de inversión, en el período reciente se han puesto en operación en Colombia unos 25 FCP. Estos fondos han involucrado firmas de infraestructura, ventas al detal, adquisición de activos financieros, entre otras. Uno de los hechos más importantes ha sido la propia decisión del Gobierno Nacional de utilizar la plataforma de los FCP para promover inversiones en infraestructura en Colombia (ver *Enfoque* No. 32 de abril de 2009).

Sin embargo, persisten algunos obstáculos a nivel general. Por ejemplo, la Asociación Latinoamericana de Capital en Riesgo (Lavca) y *The Economist (Intelligence Unit)* revelan que la poca profundidad del mercado de valores representa un

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



FEBRERO 8 DE 2010

PÁGINA 3

obstáculo a la hora de la desinversión. Dado que muchos de los activos de los FCP están en el mercado de las Pymes, la capacidad de venta de esos activos se ve limitada, sobre todo cuando los oferentes resultan ser los inversionistas institucionales (no existen muchos otros compradores al finalizar la gestión operativa a los 3 o 5 años). La solución aquí no es nada obvia.

También existen problemas a la hora de encontrar suficientes administradores idóneos para los portafolios de los FCP; es decir, ellos deben ser conocedores del sector específico y con experiencia en los mercados nacionales. Algunos administradores conocen sectores afines, pero no esas industrias en particular; otros los conocen, pero su experiencia se limita a mercados externos; y, por último, se requiere también manejar bien la recomposición del activo (*turn around*). Todo lo anterior ha jugado algún papel en la lentitud que han podido experimentar algunos FCP en la coyuntura actual en Colombia. No sorprende entonces que, al hacer un balance numérico sobre dónde estamos localmente en materia de FCP, nos encontremos con que sólo un 1.2% del portafolio de las AFPs se halla en ese sector frente a un potencial regulatorio de hasta un 15%.

Finalmente, está el tema de la estabilidad jurídica en Colombia. Se ha logrado un avance importante con la reciente aprobación de la Ley 1314 de 2009 sobre reglas contables nacionales, convergiendo hacia los estándares internacionales - IFRS

En el caso de Colombia, ha sido fundamental la expedición del Decreto 2175 de 2007, el cual mejoró el marco regulatorio de los FCP y ha permitido el florecimiento de unos 25 de ellos en tan sólo los dos últimos años

(lo cual habrá de facilitar el repunte de la inversión extranjera en el mercado de capitales nacional). No obstante, el tema de protección de la propiedad intelectual aún deja mucho que desear.

Conclusiones

Hemos analizado cómo la crisis internacional afectó seriamente los mercados financieros a nivel global durante los años

2007-2008 y las señales de recuperación que hemos visto para 2009-2010. Los Fondos de Capital Privado no fueron la excepción, pues sus portafolios también se deterioraron y las perspectivas de sus inversiones aún se ven afectadas por dificultades de liquidez y nerviosismo de los mercados. El portafolio de inversiones de los FCP se estancó en 2009 en cerca de unos US\$2.9 billones (en contabilidad en español) y se tienen “compromisos de capital” por unos US\$500.000 millones, que esperan aguas más tranquilas para realizar sus inversiones.

En el caso de Colombia, ha sido fundamental la expedición del Decreto 2175 de 2007, el cual mejoró el marco regulatorio de los FCP y ha permitido el florecimiento de unos 25 de ellos en tan sólo los dos últimos años. De esta manera, se ha logrado una mayor estabilidad y claridad jurídica, consecuentes con el desarrollo de la Ley 964 de 2005.

Subsisten retos demandantes que requieren el trabajo conjunto de gobierno y sector privado. La profundización del mercado de capitales es fundamental para apalancar el crecimiento económico, precisamente en momentos en que el PIB real de Colombia estará promediando una expansión de tan sólo un 2% real por año durante 2008-2010 frente al 5.5% que se había logrado durante 2003-2007. Será clave, por ejemplo, la forma como se haga la reglamentación de la Ley 1328 de 2009 sobre “portafolios generacionales” de las AFPs, pues de allí saldrá todo un nuevo menú de portafolios de renta variable.

Escribanos sus comentarios a: vduran@deceval.com.co o crojas@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.